

# 基建投资有望发力，保持经济运行在合理区间

——2019年12月中央政治局会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）证书编号：S0280519040001 邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

2019年12月6日，中共中央政治局会议在北京举行，总结2019年经济工作，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。对此，我们有如下理解：

● **国内外风险挑战明显上升，要把压力转化为动力。**会议强调，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变，同时也指出，2019年以来，国内外风险挑战明显上升，局势更加复杂。首先，贸易摩擦引发全球经济增速下滑。其次，2019年新的变化趋势是全球央行启动降息潮导致全球金融脆弱性增加。国内方面，2019年三季度经济增速下滑至6%，创1990年以来新低，CPI增速由年初的1.7%逐步走高至10月份的3.8%，预计11月份CPI增速将会破4%，结构特征显著。因此，我国宏观调控不仅面临外部环境的不确定，也遭遇了国内经济下行增加和通胀预期升温等困境。如何应对“国内外风险挑战明显上升”？会议指出“我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事”。这和730会议思想一脉相承，只是表述上有所不同，都在强调“善于化危为机，办好自己的事”。对于2020年来说，最重要的事是确保全面建成小康社会。一是需要“保持经济运行在合理区间”，完成一定的经济指标；二是要保障经济质量，特别是“确保实现脱贫攻坚目标任务”。估计2020年的经济工作重点将从这两方面展开。

● **基建投资有望发力，保持经济运行在合理区间。**我国经济问题固然以结构性的为主，但是需求也会影响潜在经济增速，缺乏需求支持，经济增速过快下滑可能使各种风险暴露，企业也没有利润用于研发、人力资本投入。因此，宏观经济政策仍会坚持供给侧结构性改革和逆周期调节相结合。2019年基建投资增速反弹低于预期：第一，终身问责制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。第二，基建投资资金来源始终是问题。只有解决了激励和资金以上两个问题，基建投资才能根本好转。

● **确保全面建成小康社会，“脱贫攻坚”重要性提升。**会议指出，“确保全面建成小康社会”，这需要2020年GDP比2010年翻番，“保持经济运行在合理区间”具有一定的必要性。当然，政府也曾强调，全面建成小康社会不是一个“数字游戏”，关键要“得到人民认可”，这意味着在保持一定经济增速的同时，均衡发展、缩小贫富差距更加重要。“明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险”。和以前的表述不同，在全面建成小康社会的2020年，“脱贫攻坚”的重要性提升。可以预见2020年政府会加大转移支付力度，使更多的人民享受到经济发展的成果，这也有利于扩大内需，应对外部冲击。

● **践行新发展理念，加快建设现代经济体系。**首先必须坚定不移贯彻和践行创新、协调、绿色、开放、共享新发展理念，是引领新时代中国经济发展的价值引领；其次，要加快现代化经济体系建设，需要推动农业、制造业、服务业高质量发展；第三，要加快现代化经济体系建设，需要加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局；第四，要加快现代化经济体系建设，需要深化经济体制改革，提升科技实力和创新能力；第五，要加快现代化经济体系建设，建立现代金融体系。推动经济高质量发展和现代经济体系，需要建立现代金融体系，以服务高质量发展。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

## 相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

## 目 录

1、 国内外风险挑战明显上升，要把压力转化为动力 .....	3
2、 基建投资有望发力，保持经济运行在合理区间 .....	3
3、 确保全面建成小康社会，“脱贫攻坚”重要性提升 .....	4
4、 践行新发展理念，加快建设现代经济体系 .....	4
5、 大类资产观察（2019.12.02-2019.12.07） .....	5
5.1、 股票市场 .....	5
5.2、 债券市场 .....	5
5.3、 外汇市场 .....	6
5.4、 房地产市场 .....	7
5.5、 大宗商品市场 .....	7

## 图表目录

图 1: 发达经济体主要资本市场表现 .....	5
图 2: 新兴经济体主要资本市场表现 .....	5
图 3: 中债国债到期收益率曲线 .....	6
图 4: 美国国债到期收益率曲线 .....	6
图 5: 美元指数与人民币汇率 .....	6
图 6: 日元、欧元、英镑兑美元汇率 .....	6
图 7: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积 .....	7
图 8: 一二三线城市商品房成交分化 .....	7
图 9: 原油期货价格指数 .....	8
图 10: 黄金价格指数 .....	8
图 11: 南华商品涨跌幅度 .....	8
图 12: 南华农产品涨跌幅度 .....	8
图 13: 南华能化涨跌幅度 .....	8
图 14: 南华工业涨跌幅度 .....	8
图 15: 南华金属涨跌幅度 .....	9
图 16: 南华贵金属涨跌幅度 .....	9

2019年12月6日，中共中央政治局会议在北京举行，总结2019年经济工作，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。对此，我们有如下理解：

## 1、国内外风险挑战明显上升，要把压力转化为动力

会议强调，当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变，同时也指出，2019年以来，国内外风险挑战明显上升，局势更加复杂。

首先，贸易摩擦引发全球经济增速下滑。目前贸易摩擦的不确定性犹存，未来再度升级将进一步破坏全球经济产业链，并在中期内影响全球生产率和产出增长。

其次，2019年新的变化趋势是全球央行启动降息潮导致全球金融脆弱性增加。目前超过40多个发达和新兴市场经济体央行因经济增长动能减弱或为实现通胀目标而选择降息，宽松的货币政策助推了全球金融资产价格和债务累积导致企业部门杠杆率攀升，风险敞口变大，新兴市场外债水平从2008年危机时的100%上升为160%，新兴市场债务风险增加；此外，全球经济放缓，可能进一步加剧局部地区的区域地缘政治冲突，对全球金融市场产生一定负面冲击。

国内方面，2019年三季度经济增速下滑至6%，创1990年以来新低，上一次这么低的经济增速还是2008年国际金融危机期间。伴随着经济增速下滑，猪肉价格遭遇猪瘟等供给冲击，CPI增速由年初的1.7%逐步走高至10月份的3.8%，预计11月份CPI增速将会破4%，结构特征显著。因此，我国宏观调控不仅面临外部环境的不确定，也遭遇了国内经济下行增加和通胀预期升温等困境。

如何应对“国内外风险挑战明显上升”？会议指出“我们要坚持用辩证思维看待形势发展变化，增强必胜信心，善于把外部压力转化为深化改革、扩大开放的强大动力，集中精力办好自己的事”。这和730会议思想一脉相承，只是表述上有所不同，都在强调“善于化危为机，办好自己的事”。

那么自己的事有哪些？对于2020年来说，最重要的事是确保全面建成小康社会。一是需要“保持经济运行在合理区间”，完成一定的经济指标；二是要保障经济质量，特别是“确保实现脱贫攻坚目标任务”。估计2020年的经济工作重点将从这两方面展开。

## 2、基建投资有望发力，保持经济运行在合理区间

全面建成小康社会，经济增长既需要一定数量，也需要高质量。会议指出，“推动农业、制造业、服务业高质量发展”，这需要“坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展”，同时，还指出“保持经济运行在合理区间”，这就需要“运用好逆周期调节工具”、“加强基础设施建设”。我国经济问题固然以结构性的为主，但是需求也会影响潜在经济增速，缺乏需求支持，经济增速过快下滑可能使各种风险暴露，企业也没有利润用于研发、人力资本投入。因此，宏观经济政策仍会坚持供给侧结构性改革和逆周期调节相结合。

2019年基建投资增速反弹低于预期。原因有方面：第一，终身问责机制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。地方政府债务风险攀升，虽然政策要保障融资平台公司合理融资需求，但只要终身追责的机制还在，地方政府推基建的动力难以像过去一样大幅提升。第二，基建投资资金来源始终是问题。土地市场降温导致土地财政增收放缓，国有土地使用权出让收入增速从2018年全年的25%降至2019年1-10月的6.9%，对政府性基金产生较大拖累；虽然2019年非标缩量收窄，但整体依然负增长且还有20多万亿元存量待消化。

只有解决了以上两个问题，基建投资才能根本好转。对于激励问题，会议指出“切实把党领导经济工作的制度优势转化为治理效能，全面做好改革发展稳定各项工作，改进领导经济工作的方式方法，完善担当作为的激励机制”。对于资金问题，目前一些政策已经在调整，比如，专项债可用作资本金，下调部分基建领域资本金比例5个百分点，允许发行金融工具筹措资本金，预计2020年地方债发行规模也可能会适度扩大，用于支持基建投资。

### 3、确保全面建成小康社会，“脱贫攻坚”重要性提升

会议指出，“确保全面建成小康社会”，这需要2020年GDP比2010年翻番，“保持经济运行在合理区间”具有一定的必要性。当然，政府也曾强调，全面建成小康社会不是一个“数字游戏”，关键要“得到人民认可”，这意味着在保持一定经济增速的同时，均衡发展、缩小贫富差距更加重要。

会议指出，“明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险”。和以前的表述不同，在全面建成小康社会的2020年，“脱贫攻坚”的重要性提升。可以预见2020年政府会加大转移支付力度，使更多的人民享受到经济发展的成果，这也有利于扩大内需，应对外部冲击。

### 4、践行新发展理念，加快建设现代经济体系

目前，创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，是引领新时代中国经济发展的价值引领，建设现代化经济体系作为经济建设领域当前阶段的核心工作，**首先必须坚定不移贯彻和践行创新、协调、绿色、开放、共享新发展理念**。从全面建成小康社会到基本实现现代化经济体系，这是新时代中国特色社会主义发展的战略安排。要实现这一战略安排，就需要推动技术进步和产业升级，提高我国产业链在国际分工的位置，不断提升我国在国际竞争中优势，为实现“两个阶段”新目标奠定坚实基础。

**其次，要加快现代化经济体系建设，需要推动农业、制造业、服务业高质量发展**。实现农业产业现代化，稳步推进实施乡村振兴战略；制造业作为实体经济主体和供给侧结构性改革的重点领域，依托互联网、大数据、人工智能与区块链技术，推动企业转型升级，增加有效供给，推动产业链迈向中高端；加快发展现代服务业，大力发展生产性服务业，促进养老医疗、旅游休闲、文化娱乐、体育健身等幸福产业提质扩容，以增强人民对美好生活获得感。

**第三，要加快现代化经济体系建设，需要加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局**。目前我国实施了京津冀协同发展、长江经济带建设、粤港澳大湾区等引领区域发展的重大战略，但是我国南北方之间、四大板块之间、东西部区域之间依然存在分化的趋势，因此，我国加快区域协调发展战略，加快区域间基础设施建设，强化京津冀协同、长江经济带发展、海南全面深化改革、粤港澳大湾区建设和长三角一体化等重大区域战略在高质量发展，推动区域优势互补，协同提升地区发展竞争力。

**第四，要加快现代化经济体系建设，需要深化经济体制改革，提升科技实力和创新能力**。对于人工智能、新材料、新能源等领域，需要在关键领域实现核心技术突破，甚至实现重大领域的原始创新，并推动重大科研成果市场化、产业化，提高科技创新效率，同时只有补足科技创新短板，调动科研人员积极性，加强原始创新能力，实现科技产业化，推动科技成果向生产力转化效率，为我国科技创新驱动发

展提供更多源头活水。

**第五，要加快现代化经济体系建设，建立现代金融体系。**推动经济高质量发展和现代经济体系，需要建立现代金融体系，以服务高质量发展，由于传统金融以间接融资为主，需要抵押，难以适应新经济发展需要，需要激活我国资本市场等直接融资，创新金融发展工具，构建多元金融服务体系，为服务高质量经济发展提供金融供给，坚持金融供给侧结构性改革，防范系统性金融风险。

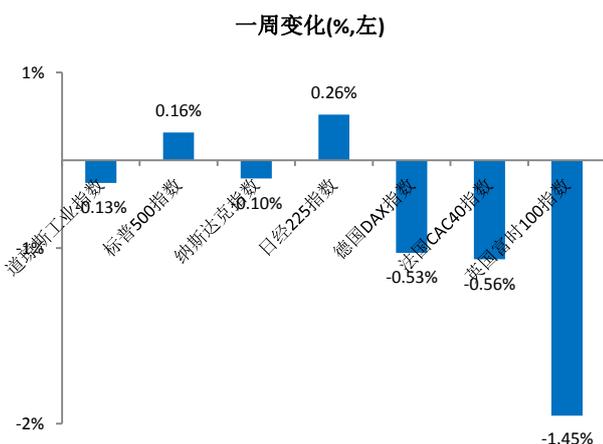
## 5、 大类资产观察 (2019.12.02-2019.12.07)

### 5.1、 股票市场

**美国非农就业人数强劲，三大股指再次逼近历史最高纪录。**上周，经济数据方面，美国 10 月消费信贷总额攀升至 189 亿美元，创 3 个月来最大增幅；美国 11 月非农就业人口增加 26.6 万人，高于市场预期 18.3 万人；失业率为 3.5%，高于市场预期的 3.6%；美国 12 月密歇根大学消费者信心指数 99.2，高于预期的 97；国际贸易关系进展与强劲的非农就业人数提振了市场情绪，美国三大股指均逼近历史最高纪录，其中，道指微跌 0.13%，收于 28015.06 点；标普 500 指数周涨 0.16%，收于 3145.91 点；纳指微跌 0.10%，收于 8656.53 点。

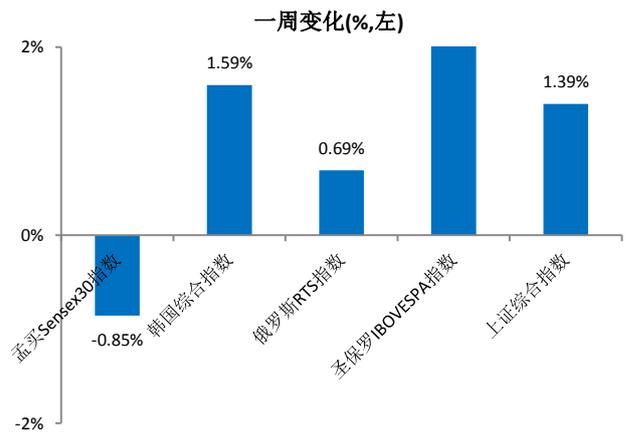
**欧洲三大股指小幅下行，新兴经济体股指涨跌不一。**上周，经济数据方面，德国 10 月份工业产出意外下降。数据显示，该月德国的工业产出下降了 1.7%。经济不景气导致欧洲三大股指小幅收跌。其中，德国 DAX 指数周跌 0.53%，收于 13166.58 点，法国 CAC40 指数周跌 0.56%，收于 5871.91 点；英国富时 100 指数周跌 1.45%，收于 7239.66 点。**亚太方面股指涨跌不一。**韩国综指周涨 1.59%，收于 2081.85 点；日经 225 指数周涨 0.26%，收于 23354.40 点；上证指数周涨 1.39%，收于 2912.01 点。

图1： 发达经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

图2： 新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

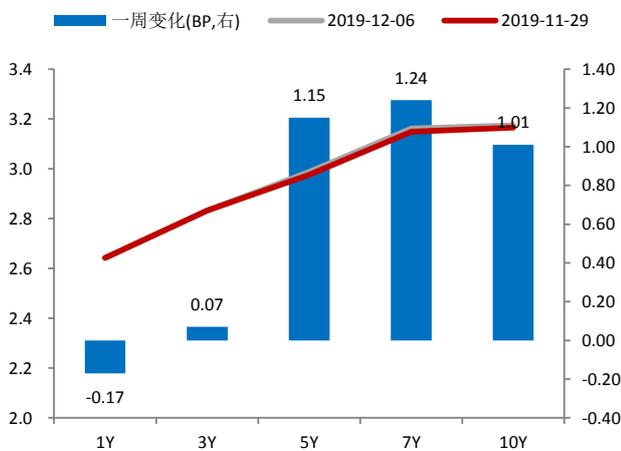
### 5.2、 债券市场

**美联储降息预期下行，美债收益率多数收涨。**上周，CME“美联储观察”：模型显示，美联储 12 月维持利率在 1.50%-1.75% 区间的概率为 99.3%，降息的概率为 0%，加息 25 个基点的概率为 0.7%；市场预计美联储 2020 年只可能降息 1 次，最早在 2020 年 9 月会议上才可能进一步降息，降息概率为 53.5%，若此次会议上没

有降息，11月降息概率为56.8%；美联储进一步降息概率下降，美债收益率多数上行。其中，1年期短端美债收益下行3BP至1.57%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别上行3BP、5BP、5BP；10年期美债收益率上行6BP，报1.84%；30年期美国国债收益率上行7BP，收至2.279%。

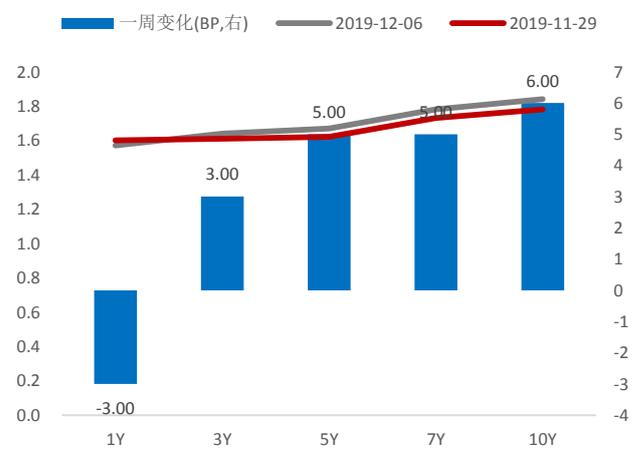
**国内债券市场：期限利差走阔，长端国债收益率上行。**上周，公开市场有1875亿元MLF到期，央行超量开展MLF操作3000亿元，比当日到期量多1125亿元，中标利率维持3.25%不变，全口径公开市场（含国库现金定存）实现净投放1125亿元。资金面方面，市场流动性持续处于较高水平，隔夜资金继续回落，国债收益率小幅上行，其中，1年期国债收益率下行0.17BP至2.6414%，3年期、5年期、7年期国债收益率分别上行0.07BP、1.15BP、1.24BP，10年期国债收益率上行1.01BP，至3.1751%。10Y-1Y期限利差走阔1.18BP至53.370BP。

图3：中债国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所

图4：美国国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所

### 5.3、外汇市场

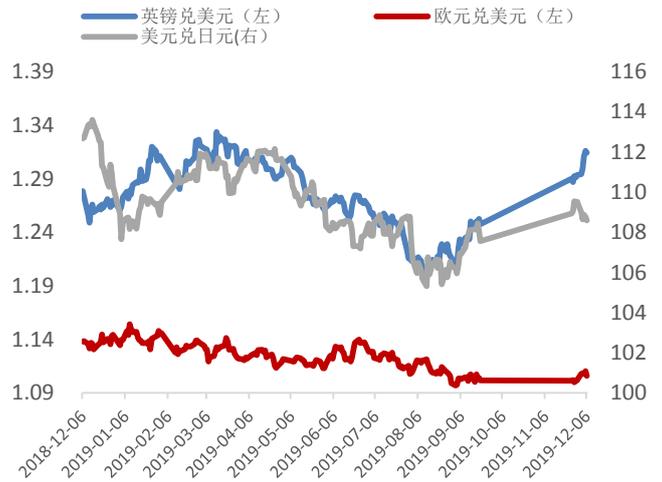
**欧元走强，美元指数小幅收跌。**上周，美国众议院表决通过特朗普弹劾报告，中方表示，维吾尔人权法通过将影响贸易协议鉴定，美元指数走低，周跌0.6%，收于97.6866，欧元走强，其中，英镑兑美元周涨1.59%，报1.3140；欧元兑美元周涨0.37%，报1.1059；美元兑日元周跌0.8472%，报108.59。11月我国外汇储备30955.91亿美元，环比减少95.7亿美元；周五美元兑人民币汇率中间价调升138BP，报7.0383，创11月6日以来最大升幅，本周累计调贬85BP。

图5：美元指数与人民币汇率

图6：日元、欧元、英镑兑美元汇率



资料来源: wind, 新时代证券研究所



资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 5.4、房地产市场

三十大中城市商品房成交出现缓慢下行态势。截至2019年10月末,全国商品住宅待售面积已降至2012年末的水平,2020年是棚改的“收官之年”,在三年1500万套目标的大前提下,预计2020年棚改计划将近翻倍,实物安置投资或将超过1万亿元,托底投资增速。整体来看,预计2020年房地产开发投资稳中缓降。上周三十大中城市商品房成交面积有所下行。其中,一线城市成交4497套,环比减少2096套;二线城市成交16614套,环比减少4090套;三线城市成交10872套,环比减少1897套。

图7: 30大中城市商品房成交套数和成交面积

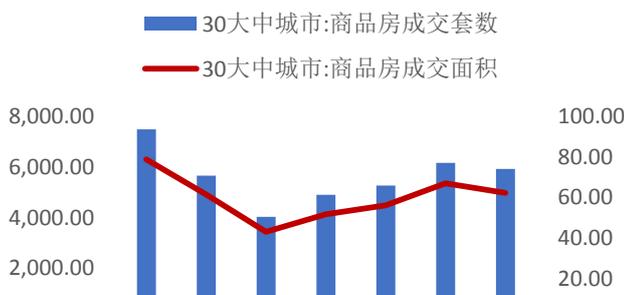
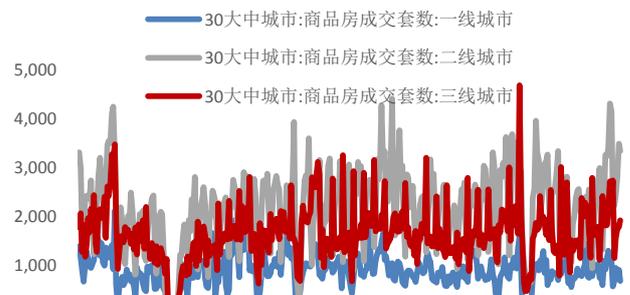


图8: 一二三线城市商品房成交分化



预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_8602](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8602)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>